

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 20051301005

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

金融危机中影响实体经济的变量研究

Research on the Variables Influencing the
Real Economic in Financial Crisis

曾 凡

指导教师姓名: 何孝星 教授

专 业 名 称: 投 资 学

论文提交日期: 2008 年 04 月

论文答辩时间: 2008 年 05 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 04 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大

本学位论文属于

- (请在以上相应括号内打“√”)

导师签名: _____ 日期: _____ 年 月 日

进入 20 世纪以来，金融危机的爆发越来越频繁，后果越来越严重。许多经济学家从自己的立场提出了对金融危机的原因、后果以及预防救治措施的看法，形成了三代金融危机理论。但笔者在研究过程中发现，大多数的文献都关注如何

预防金融危机发生以及危机后采取何种政策才能尽量减少损失的问题，而对金融危机爆发前政府应采取何种措施减少可能的金融危机对实体经济冲击的研究则不多。因此，研究影响金融危机发生后实体经济的变量以及影响渠道，对于填补这个理论空白和我国经济危机的预防，有着深刻的现实意义。

本文首先通过对金融危机理论和经济危机理论的综述，找出了对金融危机后果的严重性产生影响的变量，以及这些变量作用的渠道。在研究中笔者发现：危机前的财政政策、货币政策、经常项目赤字、外债总量、短期外债占比、外币币种结构、外资投向结构、经贸联系密切的国家的经济状况、银行信贷总量、企业财务状况、与发达国家的经贸联系密切程度、产业结构、经济发展动力和危机后国际援助和国际评级等 15 个变量都通过不同的途径影响着金融危机对实体经济的冲击程度。笔者通过对发生危机国家现实情况的考察，着重探讨了每一个变量影响实体经济的渠道。接着，笔者对 1997 年亚洲金融危机爆发时我国的情况进行了考察和分析，并根据我国国情对部分变量影响实体经济的渠道进行了修正，构建出了相应的指标体系。最后，笔者分析了目前国内外金融经济情况，提出了短期内采取措施减少次贷危机冲击，长期则重点控制信贷总量和监控企业财务状况，兼顾其他变量，以减小金融危机损失的政策建议。

关键词：金融危机；实体经济；变量与渠道

Abstract

After the history entered into the 20th century, the financial crisis out broke more and more frequently, and the results of the crisis are more and more serious. Many economists issued their own views about the cause, results, and measures to avoid and remedy the financial crisis. During my research, I found that most literatures focused

on how to avoid financial crisis and how to reduce the loss after the outbreak of financial crisis, but there are not many literatures focusing on how to reduce the lash to economy by financial crisis before the breakout of it. So the research of the variable and path of causing the crisis before the breakout is very important for filling the theory gap and the prevention of economic crisis in China.

This article seeks out some key variables that affect the result of economic crisis caused by financial crisis and the possible affecting path by summing up different theories about economic and financial crisis, then find out the path of every variable to affect economy. During the research, I found that there are 15 variables working: financial policy, monetary policy, current items, the amount of foreign debt, short-term foreign debt proportion, the monetary and distributed conformation of foreign investment, the economic status of relating countries, the total amount of bank credit, corporation financial affairs, correlation with developed countries, the industrial conformation, motivation of economic development, international aid after crisis, international grade and so on. So, I discussed in detail the paths that those variables affect the real economy though reality inspection in the countries that financial crisis erupted. Then, I reviewed and analyzed China's situation in 1997 when the Asia Financial Crisis broke out, and corrected some paths of the variables influencing the real economic according to the situation of China, and built up a corresponding indicator system. Finally, I analyzed China's current situation according to this indicator system and proposed political advice that we should focus on reducing the impact of the subprime mortgage crisis in the short term, and controlling total amount of bank credit and supervising corporation financial affairs in the long run.

Key Words: Financial Crisis; Real Economy; Variable and Path

目 录

引言	1
一、本文的写作背景及意义	1
二、本文的研究方法及框架	1
三、本文的创新与不足	2
第一章 文献综述、变量选择及渠道研究	3
第一节 金融危机与虚拟经济和实体经济的关系	3
第二节 影响金融危机中实体经济的变量分析	4
第三节 金融危机损害实体经济的作用渠道研究	7
第二章 金融危机中宏观变量影响实体经济的渠道分析	10
第一节 金融危机中宏观政策变量影响实体经济的渠道分析	10
第二节 金融危机中宏观经济变量影响实体经济的渠道分析	16
第三章 金融危机中微观及其他变量影响实体经济的渠道分析	25
第一节 金融危机中微观主体行为影响实体经济的渠道分析	25
第二节 金融危机中其他变量影响实体经济的渠道分析	28
第四章 我国相关变量分析	35
第一节 相关变量、影响渠道总结及假设	35
第二节 亚洲金融风暴中我国宏观变量对实体经济的影响渠道	36
第三节 亚洲金融风暴中我国微观及其他变量对实体经济的影响渠道	42
第五章 目前我国所面临的情况和政策建议	45
第一节 我国所面临的情况	45
第二节 政策建议	54
参考文献	57
附 表	60
后 记	61

Contents

Introduction	1
0.1 The backdrop and significance of the article	1
0.2 The research method and structure of the article	1
0.3 The innovation and deficiency of the article.....	2
 Chapter 1 Literature review, variable selection and path study.....	3
1.1 Financial crisis and the relationship between real economy and virtual economy.....	3
1.2 Analysis of variables influencing the real economy in the financial crisis	4
1.3 Analysis of affected paths that the financial crisis damage the real economy	7
 Chapter 2 The path analysis of the macroscopical variables affecting the real economy in financial crisis.....	10
2.1 The path analysis of macro-policy variable affecting the real economy in financial crisis	10
2.2 The path analysis of macroeconomic variable affecting the real economy in financial crisis	16
 Chapter 3 The path analysis of the microcosmic and other variables affecting the real economy in financial crisis.....	25
3.1 The path analysis of the action of micro-main affecting the real economy in financial crisis	25
3.2 The path analysis of other variables affecting the real economy in financial crisis.....	28
 Chapter 4 The analysis of some related variables in China	35
4.1 Sum-up of related variables and affected paths and hypothesis	35
4.2 The affected path of macroscopical variables in China affecting the real economy during the Asia financial crisis.....	36
4.3 The affected path of microcosmic and other variables in China affecting the real economy during the Asia financial crisis.....	42

Chapter 5 The situation faced by China and the policy recommendations	45
5.1 The situation faced by China	45
5.2 The policy recommendations	54
Reference	57
Appendix	60
Postscript	61

引 言

一、本文的写作背景及意义

进入二十世纪以来，金融在世界经济中的地位越来越重要。发达的金融中介体系和金融市场提高了经济运作的效率，优化了资源配置，并节约了配置资源的成本。然而，较之实体经济而言，以金融体系为代表的虚拟经济存在着较大的不稳定性 and 脆弱性。随着金融在经济中比重的提高，它也将这些弱点带入了各国经济体系之中。尤其是 1929 年经济危机之后，每次金融危机都给危机国实体经济的发展带来巨大的破坏。面对突如其来的金融危机，人们在努力制定措施减小损失的同时，也总结探讨了各种变量的异常与金融危机爆发之间的关系，形成了形形色色的金融危机理论。但大多数的文献都在关注如何预防金融危机以及危机后采取何种政策才能尽量减少损失的问题，而对金融危机爆发前政府应采取何种措施尽可能减少潜在金融危机对实体经济的冲击的研究则不多。

目前，我国适应社会主义市场经济体制的金融体系刚刚建立不久，还存在着诸多漏洞，例如：法律法规不完善、内部控制不强、管理漏洞多、产权不清晰等等。这些漏洞极大地威胁着我国的金融安全，使我国的金融体系更加脆弱。2004 年 7 月，在上海召开的国际金融学术年会上，美国著名经济学家索洛教授断言，中国一定会爆发金融危机。而在历史上我国从来没有过成功对抗大规模金融危机的经验，因此，研究影响金融危机中实体经济的变量和渠道，以及采取何种措施降低可能的金融危机对我国实体经济的冲击，有着深刻的现实意义。

二、本文的研究方法及框架

本文涉及的变量和经济体较多，且一般涉及国外的经济数据，因此数据的可获得性较差，难以寻找大量的数据样本进行实证研究。因此，论文主要采取以理论论证为主，以列表分析和图形分析为辅的研究方法。

论文第一部分首先通过对金融危机和经济危机理论的综述，找出了对金融危机中实体经济受损严重性产生影响的变量，以及这些变量作用的渠道。

论文第二部分分为两章，分别从宏观和微观的角度，在总结和创新的基础上，归纳出危机前的财政政策、货币政策、经常项目赤字、外债总量、短期外债占比、

外货币种结构、外资投向结构、经贸联系密切的国家的经济状况、银行信贷总量、企业财务状况、与发达国家的经贸联系密切程度、产业结构、经济发展动力和危机后国际援助和国际评级等 15 个影响着金融危机对实体经济冲击程度的变量。笔者还通过对发生危机国家现实情况的考察,详细探讨了每一个变量影响实体经济的渠道。

论文的第三部分对 1997 年亚洲金融危机爆发时我国的情况进行了考察和分析,根据我国国情对部分变量影响实体经济的渠道进行了修正,并构建出一套符合国情的指标体系。

最后,笔者结合目前我国的一些新变化,根据这个指标体系,对我国当前的情况进行了考察和分析,并提出了短期内采取措施减少次贷危机冲击,长期则重点控制信贷总量和监控企业财务状况,兼顾其他变量,以减小金融危机损失的政策建议。

三、本文的创新与不足

目前,国内外的许多研究都集中在如何防范金融危机上,本文归纳并系统性地展现了这些关于论述金融危机成因的文献,并添加进了自己的理解和创新。在前人研究成果的基础上,提出了一些对金融危机中实体经济有影响的变量,探讨了它们影响实体经济的渠道,并在分析这些变量在亚洲金融危机中对我国实体经济影响渠道的基础上,创建了一套符合我国国情的定量指标体系,以利于政策制定者采取措施减少潜在金融危机对实体经济的冲击。

本文主要的不足之处在于,虽然构造出了一套衡量潜在金融危机损害实体经济程度的指标体系,但这套指标体系还缺乏一个稳定和准确的临界值或安全范围来进行更为精确的评价和分析。因此,通过对国际上金融危机国的历史数据研究,为指标体系寻找一个临界值以进行定量分析,是下一阶段研究的主要方向所在。

第一章 文献综述、变量选择及渠道研究

第一节 金融危机与虚拟经济和实体经济的关系

一、金融危机的定义和表现

（一）金融危机的定义

关于金融危机，国内外的学者从各自的角度给出了不同的定义。米什金认为，金融危机是一种因逆向选择和道德困境变得太严重以至于金融市场不能够有效地将资源导向那些拥有最高生产率的投资项目而导致的金融市场崩溃。^[1]李心丹，傅浩（1998）认为，金融危机是指金融体系出现严重困难乃至崩溃的现象，危机发生时所有的或绝大部分金融指标急剧恶化，各种金融资产价格暴跌，金融机构陷入严重困难并大量破产，对实物经济的运行产生极其不利的影响。^[2]

（二）金融危机的表现

宋逢明（2004）指出，金融危机的一般表现是货币资金大量地溢出金融系统，国际短期资金迅速撤离，本币的贬值，国际收支发生严重困难，最重要的是银行业发生危机，大量货币资金转入窖藏，资产大幅度的缩水，流动障碍导致信用体系崩溃，工商企业因为资产缩水和流动性困难陷入困境，最终由金融危机导致经济危机。^[3]吴晓求（2004）认为，中国未来的金融危机，必将以人民币汇率的大幅度波动为轴心，以资本市场资产价格的大幅度波动为起点，以金融结构的严重破坏和金融体系信用能力的严重衰退为结果。^[3]

二、虚拟经济和实体经济的关系

现代市场经济已经发展成为一个实体经济与虚拟经济相互依存、相互作用的辩证统一体。实体经济是虚拟经济发展进步所依赖的经济基础，决定着虚拟经济的规模和运行状况，但虚拟经济也具有相当的独立性，并反作用于实体经济。虚拟经济的稳定和繁荣会极大地促进实体经济的发展；而当它遭受剧烈冲击时，对实体经济的负面影响也十分明显。历史上作为虚拟经济重要组成部分的金融体系一旦发生危机，就会通过各种途径迅速传导至实体经济层面，造成经济发展停滞、失业率上升甚至经济衰退的后果。

第二节 影响金融危机中实体经济的变量分析

那么,如何选择能够影响金融危机中实体经济的变量呢?直观地说,导致金融危机爆发的变量,或许就是影响金融危机中实体经济受损严重程度的变量。因此,我们可以先从分析金融危机的产生原因着手,从中找出引起金融危机的关键变量,再对其能否影响金融危机中的实体经济进行判断。历代金融危机理论,向我们揭示了引起金融危机的各种变量。在我国,习惯上把金融危机理论分成三代。但笔者认为,70年代前一些学者的理论也很值得借鉴,因此将其归为“前金融危机理论”。

一、前金融危机理论

Owen Feisher (1933), Willfenshen (1936) 认为,金融危机首先起因于生产企业销售的下降。销售下降导致贷款者缩紧银根,使实体经济难以获得货币资本,并最终遭受损失。^[4]同时,也有相当一部分经济学家把泡沫当作金融危机产生的罪魁祸首。20世纪70年代前后,“理性泡沫”概念的提出使该理论走向成熟。其中,以哈恩(1966),萨缪尔森(1939)^[5]和斯蒂格利茨(1993)^[6]的著作最有代表性。他们从理性预期和局部均衡的角度论证了在缺乏期货市场并在期界无限的情况下,如果没有外力干预,经济就有可能沿着一条带有泡沫的路径运行。

二、第一代金融危机理论

以布雷顿森林体系崩溃为背景的第一代金融危机理论主要将注意力放在了汇率贬值的原因之上。Krugman (1979)的研究是该时期金融危机理论的代表,他认为激进的财政政策和固定汇率制度的同时存在最终会导致汇率突然贬值,并诱发金融危机:政府在实行扩张性的财政政策时,常常用扩大货币发行的手段来弥补财政赤字,这就导致了货币购买力的下降和本币实际上的贬值。在完全理性和完全预见性的假设下,随着这种情况的日益严重,公众会不断地增持国外的货币,最终耗空该国的外币储备,导致货币迅速贬值,危机发生。^[7]第一代金融危机理论认为金融危机爆发的简化路径为:盯住汇率,政府赤字—本币实际贬值—外汇储备减少—汇率突然贬值,危机爆发。因此,政府赤字的大小是引起金融危机的关键变量。

三、第二代金融危机理论

为了解释 20 世纪 90 年代发生的欧洲货币体系危机，人们提出了第二代金融危机模型。第二代模型的主要特点是，强调了多重均衡和危机的自促成性质，所以主要是从宏观的，整体的角度来探讨促使金融危机产生的因素，而较少强调某个变量对金融危机爆发所起的关键作用。所以，笔者在此只是稍微提及一下个别观点。道德风险理论认为，人们对政府隐性担保过高的预期是金融动荡的重要原因。^[2] 但对政府的隐性担保所信赖的程度难以衡量，所以无法成为本文考虑的一个变量。金融恐慌模型认为银行作为金融中介，其业务是将不具有流动性的资产转化成流动性资产。这种业务具有与生俱来的风险性，而且这种风险性必然会不断积累。当人们一旦认为这种风险难以承受，理性的办法就是抢先提款，从而造成挤兑，诱发金融危机。^[8]

四、第三代金融危机理论

（一）外债危机理论

Suter (1986) 从经济周期循环角度提出了综合性国际债务理论。该理论认为在经济周期中的扩张阶段，边缘国家（通常是资本不足的发展中国家）的资本边际收益率往往高于中心国家（通常是资本剩余的发达国家）。于是资本就会大量流入边缘国家，导致它们的外债大量积累。^[4] 由于边缘国家在开放条件下无法实现对外债结构（如币种、期限、投向结构等）的控制，导致它们对外债的偿付能力下降，一旦发生金融波动导致外债大量流出，就可能发生金融危机。Suter 的模型可以简化为：经济繁荣—外债剧增，且外债结构失衡—债务偿付能力下降—金融波动—危机爆发。可见，一个国家外债的多少，及外债结构状况，是导致金融危机爆发的关键变量。

（二）危机传染理论

金融危机的传染包含金融机构间的危机传染和国家间的危机传染两个方面。金融机构间的危机传染主要有两个途径：信息不对称^[9] 和业务相互担保^[10]。国际间的金融危机传染主要有三个途径：一是信息不对称，二是政治传染，三是通过贸易和金融等途径直接传染。^[2] 因此，危机传染理论的模型可以概括为：一国

爆发金融危机—经济政治文化具有相似性或存在贸易金融方面密切关系的其他国家也爆发危机。可见，一国周边国家或与之有密切经济往来的国家是否爆发金融危机，也是引发金融危机的关键因素。

（三）“内在缺陷”理论

该理论认为，经济体内在的结构性问题，是亚洲金融危机爆发的根本原因。如 Stanley Fischer (2000) 认为，经济体规模太小，单纯依赖特定产品的出口，以及企业较高的债务—股权比率造成了金融风险的大量积累，进而导致金融危机。^[4]由于我国经济总量较大，出口产品种类较为齐全，所以笔者就将该模型简化为：企业债务—股权比率高—金融危机。其中企业债务—股权比率过高是促使金融危机爆发的关键因素。

（四）“外资诱导型”货币危机理论

该理论认为，短期资本输入是金融危机爆发的诱因。世界银行 1997 年的报告和 Calvo (1998) 认为，大规模外资流入会使一个经济体的宏观经济稳定性变弱，产生经济过热、实际汇率升值、经常项目恶化、资产泡沫化等现象，同时诱使该国银行过度放贷，增加金融的脆弱性，并最终导致金融危机的爆发。^[11]由于我国对资本市场的监控，短期外资主要以短期外债形式存在。可见，对于我国来说，短期外债数量是金融危机爆发的一个关键变量。

（五）“项目逆差”理论

该理论认为，经常项目逆差的长期出现往往是由于一国的汇率过高，而且该国采取了不切实际的盯住汇率制度。长期的经常性项目逆差造成该国硬通货（或外汇）不断流失，为了避免外汇流失殆尽，并继续维持固定汇率，唯一的办法就是保持资本项目顺差，即大量吸引国外的股权投资或大量举借外债。过多的外债会极大地增加发生金融危机的风险性。^[4]可见，长期的经常项目逆差是引起金融危机的一个关键变量。

五、影响金融危机中实体经济变量的总结

综上所述，我们将有可能影响金融危机损害实体经济严重程度的变量归纳如下。

（一）宏观层面

主要包括政府财政余额、货币供应量（货币政策）、经常项目赤字的大小、外债的多少、外资的结构、周边国家的经济状况等等。

（二）微观层面

主要包括银行信用量和企业股权债务比率。

在第二章和第三章中，我们将分别对上述几个指标是否能影响金融危机中经济实体，以及影响的渠道进行论述。

第三节 金融危机损害实体经济的作用渠道研究

要研究变量影响金融危机中实体经济的渠道，首先要明白金融危机是如何对实体经济进行冲击的，也就是金融危机向实体经济传导的渠道，因为这些关键变量往往是顺着金融危机向实体经济传导的渠道影响实体经济的。一些探讨经济危机起因的文献为我们提供了线索。

一、马克思主义关于经济危机起因的论述

对经济危机成因的研究，可以追溯到 19 世纪初期。由于当时条件的限制，人们对经济危机的研究，还主要集中在供求、消费等实体经济领域。马克思在当时的条件下，不仅一针见血地指出经济危机的本质是生产相对过剩的危机，即社会总有效需求小于社会总供给，而且敏锐地发现了金融——信用创造在各次经济危机中扮演的角色。他认识到信用的出现一方面为资本主义经济的高速发展提供了条件，另一方面它所创造出来的虚假需求更促使了资本主义生产的盲目扩大和过度膨胀，并最终导致生产的过剩。他由此得出结论，信用制度的波动必然会直接影响和强化经济周期波动。因此，在资本主义条件下，生产过剩的危机将表现为信用危机和货币危机，即“以信用危机和货币危机为代表的金融危机和实体经济中的经济危机是互为表里的关系”，“信用的发展和商业的过度投机是经济危机爆发的重要原因之一”。^[12]

二、西方经济学关于经济危机成因的论述

西方经济学从金融危机的角度对经济危机的成因进行系统的分析，最早出现在十九世纪晚期，经过二十世纪上半叶的发展，到二十世纪后期达到了成熟，主

要分为两个阶段。

（一）第一阶段：开创和发展阶段（十九世纪至二十世纪初）

货币成因论是这个阶段的代表性理论，其主要代表是英国的霍特里。^[13]该理论认为银行信用的扩张和收缩所导致的货币供应量的剧烈变动是经济危机发生的根本原因。当经济处在繁荣阶段，银行的信用扩张导致社会货币供应量的增加，从而推动投资扩张和生产规模扩张；当银行意识到通货膨胀严重时，他们收紧信用，导致市场流动性不足，从而使金融市场发生动荡，社会被迫收缩生产和投资，进而引发经济危机。虽然他们所说的银行根据通货膨胀情况对社会货币供应量进行自觉的调节并不符合实际，但我们可以得到一点启示：即减少金融机构借贷总额、货币资本供应量是金融危机影响实体经济的一个渠道。

（二）第二阶段：成熟阶段（二十世纪初至今）

20 世纪 70 年代后期，西方资本主义国家的经济在经历了 50、60 年代的繁荣以后，普遍出现了“滞胀”的状况，以往的经济危机理论已经难以解释新出现的问题。理论界出现了以货币主义学派、理性预期学派为代表的对新经济危机理论。

1、货币主义学派

弗里德曼（1964）认为，政府对货币供应量的盲目调控应对经济危机负主要责任，凯恩斯主义学派的扩张性的财政政策是造成通货膨胀和经济“滞胀”的罪魁祸首。^[14]长期经济增长只决定于生产资源的有效利用，政府的扩张性财政政策所造成的信贷膨胀并不能促进长期实际产量的增长，而只能造成滞胀、通货膨胀和金融不稳定。

2、理性预期学派（或新货币主义学派）

该学派的代表人有卢卡斯等，其观点认为，政府的财政政策和货币政策在理性预期下是无效的，只会导致通货膨胀，而不会对经济增长造成实质性影响；在错误预期下是有害的，会引起金融不稳定。^[14]

货币主义学派和理性预期学派还从不同方面进一步指出了政策的变动引发的金融不稳定是经济危机的肇因，同时指出了其向实体经济作用的渠道是通过货币资金的借贷数量变动影响社会货币资本的多少，进而影响生产规模和总产出的。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库